

扩张政策下的货币因素分析

——基于中国长期超额货币供给视角分析

和立道¹，范修礼²

(1. 中央财经大学，北京 100081；2. 厦门大学经济学院，厦门 361005)

摘要：本文是笔者看到自2008年10月以来中央采取积极财政政策和适当宽松的货币政策来应对当前严峻的经济形式，对当前形势下采取扩张措施可能对未来物价带来的影响进行思考。在研究过程中，应用传统的费雪货币供应方程对我国改革开放以来的货币供给进行实证分析，得出中国在过去30年来一直存在超额货币供给状况，即在中国，从货币角度考虑一直存在通货膨胀的陷阱。另外，通过对货币超额供给可能带来的问题分析，联系当前国内所采取的以确保未来经济较高速度平稳增长的扩张财政政策和货币政策组合，得出中国国内市场在未来短期内可能产生通货膨胀的结论，同时也说明为消除金融风暴影响、确保经济增长采取扩张性措施时要谨防通货膨胀。在政策制定过程中，应该考虑具体国情，实现以刺激需求为主的政策措施与经济建设目标的平衡。

关键词：通货膨胀；超额货币供给；扩张政策；财富效应

一、引言

不可避免的，美国次贷危机引起的全球金融风暴给中国经济带来了巨大冲击，中央政府为了确保在未来几年内保持稳定而又较高的经济增长，2008年10月以来出台了一系列的政策，例如到2010年采取刺激对内需求的十大措施约计4万亿元的投资计划、央行六年来贷款利率的下调、2009年9500亿元创纪录的财政赤字安排等措施来应对当前中国经济面临的严峻形式。然而，在笔者看来，刚刚实现对2007年初以来物价不断上涨初步控制的中国经济，在全球经济都不景气的情况下采取如此大规模、大范围的扩张政策，可能引来未来一两年内国内各个领域对资源、产品等的巨大需求，同时国际能源价格、大宗矿物质资源等价格话语权缺失带来市场供给的短板，加上本来就存在流动性过剩的前提下不断增加流动性的资本市场，为未来一两年内更大的通货膨胀埋下了伏笔。

本文从1980-2007年中国货币供给数据的分析，通过实证分析，发现中国长期存在超额货币供给状况，即在外围因素不存在巨大变化的前提下中国经济本来就存在通货膨胀的诱因，完全满足超额货币供给

下的财富效应传导条件，同时分析超额货币供给可能带来的影响，最后得出结论并提出建议。

二、货币供给的财富效应分析

(一) 货币正常供给的财富效应分析

现代西方经济理论认为，货币政策的传导是指中央银行通过货币政策工具或手段，对货币政策中介目标进行观测和操作，引起金融与经济领域某些变量的一系列变化，最终对总供给和总需求发挥作用，从而将货币政策的影响传递到一国经济的实际领域，实现货币政策预定目标的途径和过程，即政策的最终目的是通过影响市场货币供给来实现对经济的宏观调控。在以财富来衡量个人和社会资产价值的市场经济体系里，如果货币供给能够与市场的货币需求相匹配，特别是在资本市场已经充分得到发展的前提下，货币的供给变动会引起资产结构的调整及资产价格的变动，进而影响到财富的市场价值。最终消费者的财富增加，从而总财富增加，而总财富的增加将刺激整个社会的消费支出，结果国民总产出增加，有力地促进经济的发展，具体可由图1表示。

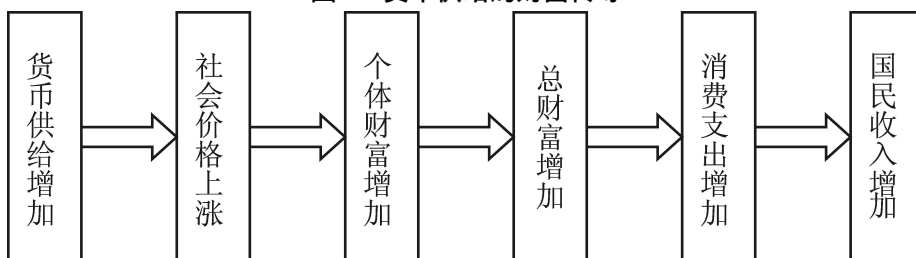
作者简介：和立道（1977-），纳西族，云南丽江人，中央财经大学博士研究生，云南财经大学公共政策研究中心，研究方向，财税政策与理论。范修礼（1981-），汉族，安徽安庆人，厦门大学博士研究生，研究方向：国际金融。

资料来源于相关财经网站。

由于数据的可得性，本文实证分析只限于2008年以前的数据。

于洪波：《中国资本市场发展中的货币政策抉择》，东北财经大学出版社，第120页。

图 1 货币供给的财富传导

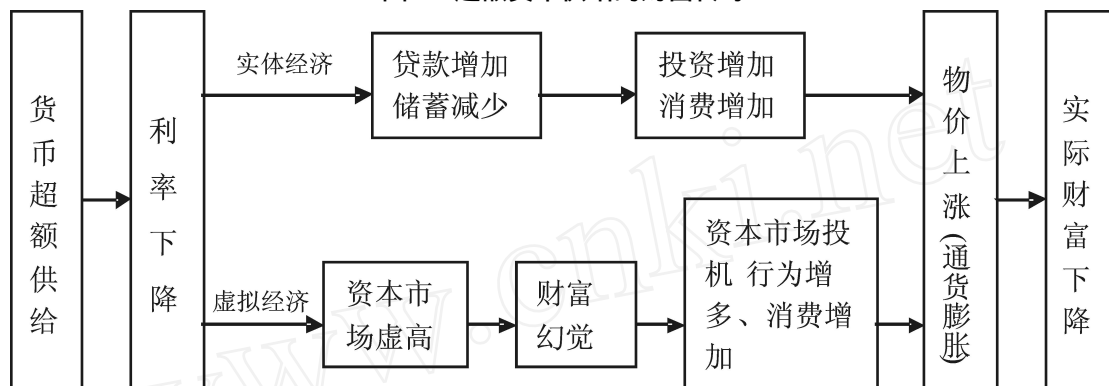


(二) 货币超额供给的财富效应分析

然而如果存在货币供给与市场货币需求不匹配，都可能引起通货膨胀。货币供给不足时，即货币供给少于市场货币需求时，利率的上升减少投资和消费从而影响经济增长；在货币供给过量时，即货币供给大

于货币需求，利率下降刺激消费和投资，增加社会总需求从而导致物价上涨，特别是在超额货币供给情况下，引起通货膨胀。图 2 反映超额货币供给下的财富效应传导。

图 2 超额货币供给的财富传导



由图可见，在实体经济里，由于货币的超额供给，根据凯恩斯主义的观点，货币供给的增加，利息率降低，企业取得信贷更为容易，同时企业和个人由于低利率而不愿更多的储蓄。这样储蓄率的降低和贷款的增加，带动投资和消费的增加，长时期的低利率政策会导致过度投资和消费，由此引起的巨大需求容易到时物价的全面上涨，即产生通货膨胀。

在虚拟经济体里，超额货币最大的影响就是引起资本市场的虚高而导致投资者和消费者的货币幻觉。对于消费者来说，财富幻觉使得消费者认为其拥有的资本证券上涨将会增加人们拥有的财富数量，从而刺激人们消费。或者如果消费者具有较高的风险偏好或者很小的时间偏好，那么在名义财富增加的条件下仍不会增加消费，而是继续投入股市，希望财富进一步增加，从而使得财富效应难以发挥或延迟发挥；对于企业投资者来说，在财富幻觉的作用下进一步扩大投资者的托宾 q 效应，即从 q 效应来看，如果企业在 q 比率增长的情况，仍不想进行实物投资，而是把从资本市场“圈”来的钱重新通过种种途径又投入各种证券市场，那么资金就会滞留证券市场，而不是投资到实际领域，从而阻碍或延长了资本市场对实际投资应有的促进作用。在财富幻觉作用下，容易导致虚拟

和实体两个经济体价格的双重上涨、经济的全面通货膨胀，导致社会实际财富的下降。

三、中国超额货币供给实证分析

(一) 超额货币供给的概念及度量

货币供给作为货币政策的一种工具，而其超额货币是描述经济中货币流通状况时使用的一个概念。从宏观经济的角度来看，根据货币数量论的基本观点，假定一国的货币流通速度基本不变或稳定，则该国货币数量的增长率应该等于物价上涨率加 GDP 增长率之和，当一国货币数量的增长率大于物价上涨率加 GDP 增长率之和时，就意味着一国出现了超额货币（即供给过量的货币）。对超额货币的计算可以通过货币数量论的基本公式，即费雪公式来加以推导，其过程如下：

货币数量论的基本公式为：

$$MV = PY \quad (1)$$

其中，M 代表货币数量，V 代表货币流通速度，P 代表一般物价水平，Y 代表 GDP（国内生产总值）。为计算各变量之间的相互关系，对方程式的两边同时取自然对数，得：

$$\ln M + \ln V = \ln P + \ln Y \quad (2)$$

为求出各变量的变动率或增长率,再对该式求时间 t 的导数,得:

$$d \ln M / dt + d \ln V / dt = d \ln P / dt + d \ln Y / dt \tag{3}$$

由于传统货币数量论认为 V 可视为一个基本不变的常数,而常数的导数为零,故根据对数求导公式可得:

$$dm / M = dp / P + dy / Y \tag{4}$$

上式的含义是:货币供应量的增长率 (dm / M) 等于物价上涨率 (dp / P) 加 GDP 增长率 (dy / Y) 之和。因此,如果货币供应量的增长率 (dm / M) 大于物价上涨率 (dp / P) 加 GDP 增长率 (dy / Y) 之和,则意味着出现

了超额货币 (*Excess Money* 或货币积余 *Monetary Overhang*),用下式表示:

$$dm / M > dp / P + dy / Y \tag{5}$$

用 EM 表示超额货币,则有:

$$EM = dm / M - dp / P - dy / Y \tag{6}$$

(二) 中国超额货币供给的实证分析

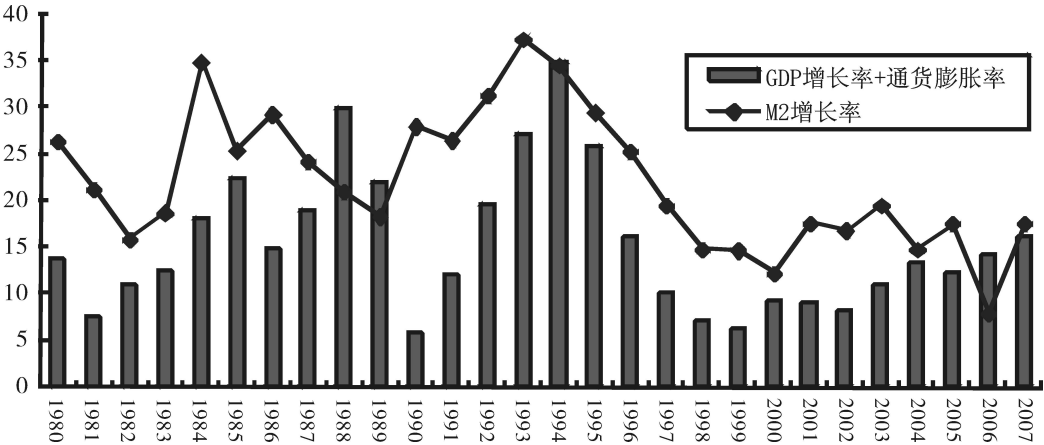
从对超额货币供给的度量方法可以看出,对超额货币 (EM) 情况的分析通过比较 $M2$ 的增长率和 GDP 与通货膨胀率之和可得。本文通过对中国自 1980 年以来的 $M2$ 供给增长率和 GDP 与通货膨胀率之和的比较,可以看到中国的货币供给处于严重超额状况,具体结果见下表:

表 1 货币供给的超额情况

年份	M2 增长率	GDP 增长率	官方通货膨胀率	EM2	年份	M2 增长率	GDP 增长率	官方通货膨胀率	EM2
1980		7.8	6		1994	34.53	13.1	21.7	- 0.27
1981		5.2	2.4		1995	29.47	10.9	14.8	3.77
1982		9.1	1.9		1996	25.26	10	6.1	9.16
1983		10.9	1.5		1997	19.58	9.3	0.8	9.48
1984		15.2	2.8		1998	14.84	7.8	- 0.6	7.64
1985		13.5	8.8		1999	14.74	7.6	- 1.3	8.44
1986	29.28	8.8	6	14.48	2000	12.27	8.4	0.8	3.07
1987	24.22	11.6	7.3	5.32	2001	17.6	8.3	0.7	8.6
1988	20.97	11.3	18.5	- 8.83	2002	16.87	9.1	- 1	8.77
1989	18.32	4.1	17.8	- 3.58	2003	19.58	10	0.9	8.68
1990		3.8	2.1	22.08	2004	14.86	10.1	3.3	1.46
1991	26.52	9.2	2.9	14.42	2005	17.57	10.2	2	5.37
1992	31.28	14.2	5.4	11.68	2006	7.99	10.7	3.6	- 6.31
1993	37.31	14	13.2	10.11	2007	17.55	11.4	4.8	1.35

数据来源: $M2$ 增长率根据《中国人民银行统计季报》各期数据计算; 1980 - 2005 GDP 增长率数据来自《中国统计年鉴 (2006)》, 2006 - 07 GDP 数据来自《国家统计局统计公报 (2006、2007)》; 官方通货膨胀率来自王同春、赵东《中国超额货币的成因及影响研究》,《国际金融研究》2000 年第 8 期及网站。

图 3 货币供给超额增长状况比较



中国的 M2 供给增长率自改革开放以来一直到 1997 年都有一个很高的增长率,从表中可以看出,1986 年到 1996 年增长率水平基本上在 25% 以上,即使期间保持了较高的 GDP 增长率和产生了通货膨胀现象,但 M2 的值基本都为正,这里主要有 80 年代和 90 年代初中国的宏观政策主要通过增加货币供给来满足高速增长的经济对货币交易需求的原因;从 1997 年以来,为了纠正之前宏观经济运行的不良状况,特别是 1993 - 1995 年间较高的通货膨胀率,加之 1997 年亚洲金融危机的影响,中央政府主要通过财政政策来调控宏观经济运行情况,较少运用货币政策,货币供给趋于稳定,直到 2007 面对高通货膨胀的压力才实行了偏紧的货币政策。因此,亚洲金融

危机以后,中国货币供给较之以前在规模上有一定的收敛,其增长率均低于 20%,2006 年甚至只有 7.99%。虽然货币供给有一定的收敛,但由于中国在物价的控制上比较成功,2007 年以前官方的通货膨胀率都很低,所以 M2 除了 2006 年以外还是保持在正的水平,货币供给还是处于超额状况。

从亚洲金融危机爆发的前后两个阶段来看,虽然货币供给增长率有明显的下降,但中国的 M2 水平绝大部分年间处在正的水平,可以说中国自改革开放以来一直处在超额货币供给的状况。由于货币供应量的超额增长,导致了 M2 同 GDP 之间的比率不断上升,一直处于较高的水平,具体情况见下表 2:

表 2 中国的 M2、GDP 及 M2/GDP 的比率变动 (1980 - 2007 年)

年份	GDP	增长率	M2	增长率	M2/GDP
1980	4545.6	7.8	1842.9	26.39	40.54
1981	4891.6	5.2	2234.5	21.25	45.68
1982	5323.4	9.1	2589.8	15.9	48.65
1983	5962.7	10.9	3075	18.74	51.57
1984	7208.1	15.2	4146.3	34.84	57.52
1985	9016	13.5	5198.9	25.39	57.66
1986	10275.2	8.8	6720.9	29.28	65.41
1987	12058.6	11.6	8348.7	24.22	69.23
1988	15042.8	11.3	10099.6	20.97	67.14
1989	16992.3	4.1	11949.6	18.32	70.32
1990	18667.8	3.8	15293.4	27.98	81.92
1991	21781.5	9.2	19349.9	26.52	88.84
1992	26923.5	14.2	25402.2	31.28	94.35
1993	35333.9	14	34879.8	37.31	98.71
1994	48197.9	13.1	46923.5	34.53	97.36
1995	60793.7	10.9	60750.5	29.47	99.93
1996	71176.6	10	76094.9	25.26	106.91
1997	78973	9.3	90995.3	19.58	115.22
1998	84402.3	7.8	104498.5	14.84	123.81
1999	89677.1	7.6	119897.9	14.74	133.7
2000	99214.6	8.4	134610.3	12.27	135.68
2001	109655.2	8.3	158301.9	17.6	144.36
2002	120332.7	9.1	185007	16.87	153.75
2003	135822.8	10	221222.8	19.58	162.88

M0 = 流动中现金; M1 = M0 + 企、事业单位持有的活期存款; M2 = M1 + 企、事业单位持有的定期存款 + 居民储蓄存款 + 其他存款。

年份	GDP	增长率	M2	增长率	M2/GDP
2004	159878.3	10.1	254107	14.86	158.94
2005	183084.8	10.2	298755.7	17.57	163.18
2006	209407	10.7	322611.5	7.99	154.06
2007	246619	11.4	379224.3	17.55	153.77

数据来源：《中国统计年鉴（2006）》、《国家统计局统计公报（2006、2007）》、中国人民银行统计季报各期。

由表可见，虽然中国的 GDP 取得了巨大的增长，从 1980 年的 4545.6 亿元增加到了 2007 年的 24.67 万亿元。然而中国 M2 的增量更惊人，从 1980 年的 1842.9 亿元增加到 2007 年的 37.92 万亿元，增长的幅度更大。由此 M2/GDP 的比率也一路攀升，从 1980 年的 40.54 增加到 2007 年的 153.77。虽然中国的经济总规模的快速增长产生了对货币的巨大需求，但相比一些发展中国家或发达国家，中国 M2/GDP 的比率已属于最高水平，呈现出严重的超额货币供给情况，具体见下表：

表 3 2002 年世界有关国家的 M2/GDP 比率

国别	美国	加拿大	欧元区	澳大利亚	俄罗斯	捷克	墨西哥	阿根廷	智利	匈牙利	波兰
M2/GDP	69.6	65.7	70.3	73.2	26.2	75.5	22	19.8	43.6	47.2	42.7
国别	日本	新西兰	印度	泰国	韩国	马来西亚	印度尼西亚	乌拉圭	玻利维亚	毛里求斯	巴西
M2/GDP	138	89.3	67.8	99.2	87	102	59.2	72.5	40.8	82.5	32.8

注：本表摘自江春，《中国超额货币问题的制度分析》，《贵州财经学院学报》2004 年第 4 期。

从表中可以看出，以 2002 年为例，中国的 M2/GDP 的比率达到了 153.75，已大大超过了世界其他国家（包括发达国家、发展中国家及经济转轨国家）。这一定程度的说明中国的货币供给量与其经济实力存在一定的偏差，即使是美国这样实体经济和证券市场都发达的国家，其 2002 年的 M2/GDP 也只有 69.6，而印度这样的发展中国家也才 67.8，中国的这一比值属于世界最高水平。

（三）中国超额货币供给可能带来的问题

从宏观经济的角度来看，超额货币确实是给中国带来了货币化收益，但从中国经济市场化和国际化的角度来看，超额货币的存在将有可能给中国的经济发展带来以下问题：

第一、引发通货膨胀的同时增加金融风险。超额的货币供给可能导致通货膨胀和引发金融危机。在市场经济条件下，过多的货币最终必然会反映在物价上。因此，随着中国市场化改革的逐步深入，中国所存在的超额货币问题始终是引发中国通货膨胀的潜在因素。只要中国的超额货币不消除，则中国将来发生通货膨胀的可能性就非常大。在笔者看来，2007 年

中国的物价水平的持续上涨不仅是我国产业发展的结构性失衡所致，很大程度上也有超额货币供给的因素。同时，由于我国目前国有商业银行有大量的资产难以收回，而存款负债又必须按期支付本息，因此，M2 对 GDP 的比率越高，则整体的支付风险越大，过高的 M2/GDP 比率增加了金融体系的风险。

第二、给政府货币政策的实施带来巨大的挑战。目前中国目前 M2/GDP 的比率很高的前提下，都给扩张或紧缩的货币政策都带来了极为不利的因素。如果实行扩张性的货币政策，不断扩大货币供应量，则将使我国的超额货币问题更加严重，积累的原因可能造成严重的通货膨胀；如果采取紧缩货币供应量的货币政策，由于目前存在着较为严重的“制度陷阱”或“制度缺口”，在这种情况下有可能导致或加剧中国的通货紧缩或经济萎缩，不利于我国就业问题的解决。

第三、对国际收支及人民币汇率的压力。长期来看，在没有像中国这种行政色彩较浓的宏观调控制度下，货币的超额供给可能导致国际收支的逆差和本币贬值。理论上讲，当一国出现超额货币时，则该国居

麦金农曾对中国货币供应量增长远远超过经济增长，且财政收入占 GDP 的比率不断下降，但却成功地抑制了通货膨胀的势头这一现象感到大惑不解。因为按照他所提出的经济市场化次序理论，货币或金融的增长必须建立在中央财政平衡的基础上，否则将会被随之而来的通货膨胀所遏制。因此，他把在中国出现的“在财政收入下降的同时保持价格稳定与高金融增长”现象称为“中国之谜”（麦金农，1993）。显然，麦金农所提出的“中国之谜”其实并不是真正的“谜”，因为中国货币供应量的过度增长或超额货币的存在事实上已酿成了严重的通货膨胀遗患，只不过在目前中国尚存在“制度陷阱”或“制度缺口”的情况下，这些货币供应量的增长并没有转化为投资需求及消费需求。故麦金农提出的所谓“中国之谜”说明他对中国经济的深层次问题缺乏深刻的了解。

民就会增加对国内外商品、证券或真实资产的购买,导致本国进口及资本流出增加,从而使该国的国际收支出现逆差。在其他条件不变的情况下,当一国出现超额的货币供给时,国内的价格水平就会上升,由于购买力平价的关系,将使本国货币趋于贬值(本币汇率下跌)。中国由于体制、政策等原因短期内避免了以上情况的发生,但长期来说未必有效。

第四、制约扩张财政政策的实施。由于超额货币供给的存在,说明经济体本身就存在通货膨胀的可能性,在这个前提下,经济体再实行扩展幅度很大的扩张政策,例如以增加投资或减免税收的措施来刺激经济的发展,如果没有把握好货币政策和财政政策在经济实体中的交互作用,可能导致政策措施“适得其反”的效果,带来全面的通货膨胀,当前中国采取的积极财政政策和适度宽松的货币政策就属于这种情况。

四、结论及建议

通过对改革开放以来中国货币供给的实证分析,可以得出:

1. 中国的货币供给存在严重超额供给状况。长期以来,货币当局按照传统的方法,即根据 GDP 增长目标、物价控制目标及为调整宏观经济运行异常来规划、制定货币供应量的情况下,中国当前已处于严重的超额货币供给情况。

2. 超额货币供给本身就是经济体通货膨胀的潜伏因素。货币供给通过利率杠杆作用对实体经济和虚拟经济产生作用,超额的货币供给可以通过对两个市场的作用引起全面的通货膨胀。中国长期以来的超额货币供给容易引起通货膨胀,笔者以为,实体经济 2007 年以来全面的物价上涨和虚拟经济体中股票市场上上证指数从 2005 年 6 月 998 点到 2007 年 10 月 16 日创纪录的 6124 点再到 2008 年 10 月 1800 点左右徘徊这种极不稳定的“过山车”式波动有货币超额供给的极大影响。最近,国内市场因大规模货币信贷(数据显示,截止 2009 年 6 月底,中国的信贷规模已达 7.37 万亿元)因素的影响,特别是 2009 年 5 月份以来,国内的房地产和资本市场已经显现出一定的泡沫。

鉴于研究得出的结论,在目前国际国内因素影响

下,特别是受全球金融风暴影响而全球经济举步维艰的情况下,政府为了确保未来经济较为平稳的高增长率增长而采取的一系列的扩张措施时,提出笔者下面两点简单的思考:

1. 在以后的货币供给规划制定中,充分考虑目前超额货币供给状况,使货币总供给与货币总需求相适应。以后货币政策的制定不仅仅局限于传统的 GDP 的增长、物价控制等目标,而要充分考虑宏观经济运行过程中现有货币过度供给的现实情况,尽量少使用利于货币供给增加的货币政策工具。

2. 谨慎使用过度扩张的货币和财政政策措施。在目前中国货币严重超额供给的前提下,再采取利率下调、固定资产投资、大范围减免税收的刺激投资和消费等扩张幅度较大的组合措施,虽然短期内可以提升低迷的市场信心、带动一批拉动性很大的项目启动,很大程度上消除其他因素对经济增长的影响。短期内看起来是起到了很短时间内促进经济增长的目的,但从长期来看,扩张政策与经济平稳增长的目标是否平衡还要我们认真思考。

参考文献:

- [1] 谢平,张怀清.融资结构、不良资产与中国 M2/GDP [J].经济研究,2007,(2).
- [2] 胡援成.中国的货币乘数与货币流通速度研究 [J].金融研究,2000,(9).
- [3] 易纲,王召.货币政策与金融资产价格 [J].经济研究,2002,(3).
- [4] 江春.中国超额货币问题的制度分析 [J].贵州财经学院学报,2004,(4).
- [5] 易纲.中国货币政策框架 [J].货币政策操作国际研讨会论文,2001,(5).
- [6] 谢平,焦瑾璞.中国股票市场发展及货币政策完善 [J].金融研究,2004,(4).
- [7] 孙华好,马跃.中国货币政策与股票市场的关系 [J].经济研究,2003,(7).
- [8] 杨雪,侯玉玲.我国货币供给的季度模型 [J].统计与信息论坛,2003,(1).

(编辑校对:余朝锡 孙黎波)